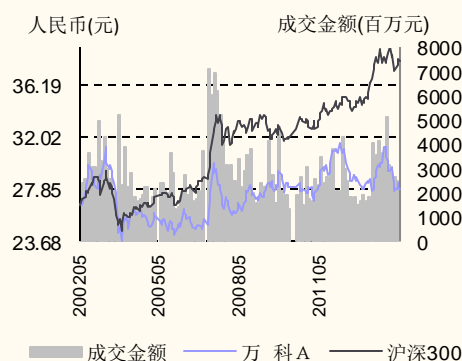


市场价格 (人民币): 27.89 元
目标价格 (人民币): 37.08-37.08 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	116.18
已上市流通 A 股(亿股)	97.14
流通港股(亿股)	18.94
总市值(亿元)	3,240.19
年内股价最高最低(元)	31.61/23.68
沪深 300 指数	5474
深证成指	15106



相关报告

- 1.《三季度结算略超预期-万科 A 三季报点评》, 2020.10.30
- 2.《结算平稳, 料下半年拿地加速-万科中报点评》, 2020.8.28
- 3.《销售和拿地同步提升-万科 6 月经营数据点评》, 2020.7.3
- 4.《回收资金 390 亿, 有望撬动新增销售千亿-万科转让广信资产控股...》, 2020.6.30
- 5.《开发业务效率领先, 料重回规模增长-万科系列研究之开发业务篇》, 2020.6.12

赵旭翔 分析师 SAC 执业编号: S1130520030003
zhaoxuxiang@gjzq.com.cn

年初即发力, 重回增长路线

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	297,679	367,894	414,201	458,942	507,423
营业收入增长率	22.55%	23.59%	12.59%	10.80%	10.56%
归母净利润(百万元)	33,773	38,872	41,788	45,975	50,547
归母净利润增长率	20.39%	15.10%	7.50%	10.02%	9.94%
摊薄每股收益(元)	3.059	3.439	3.597	3.957	4.351
每股经营性现金流净额	3.11	3.96	-2.57	7.06	2.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.68%	20.67%	17.57%	16.07%	14.84%
P/E	7.79	9.36	7.75	7.05	6.41
P/B	1.69	1.93	1.36	1.13	0.95

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2月4日晚间, 万科公布了2021年1月销售及近期新增项目情况数据。1月份公司实现合同销售面积 398.6 万平方米, 合同销售金额 714.7 亿元。1月份公司新增加开发项目 17 个, 无新增物流地产项目。

点评

- **1 月经营业绩靓丽, 销售金额超 700 亿元。**①1 月合同销售面积 398.6 万平方米, 合同销售金额 714.7 亿元。单月销售额高增长, 高于去年月均 587 亿元; ②1 月销售均价为 17930 元, 同比+8.9%。均价上涨存在结构性因素, 主要由于去年 12 月热点城市推盘量大, 认购未签结转至本月所致。
- **保持较高投资强度, 预计 1 季度拿地情况较好。**①公司 1 月新增项目权益拿地金额为 162.7 亿元, 我们估算全口径拿地金额为 195.1 亿元。拿地金额权益比例为 83%, 较前值提升 9.5ppts。②1 月份投资金额较 2019-2020 年同期增幅较大, 延续了 12 月的高拿地强度, 预计 1 季度拿地情况较好。整体上, 公司投资强度自 2020 年 4 季度开始加大, 拿地主观上更为积极, 表明公司重新将更多资源倾斜于房地产开发业务。
- **预计 2021 年销售毛利率企稳回升, 合同销售额和权益创利有望重回双位数增长。**①公司去年拿地稳健, 投资失误少。同时, 2017-2018 年高价地已基本消化。我们预计 2021 年房价平稳上涨, 公司销售毛利率将企稳回升。②考虑到公司制定了较为积极的 2021 年经营目标, 及目前观测到的更为积极的经营举措, 预计全年合同销售额和权益创造利润有望录得双位数增长。

投资建议

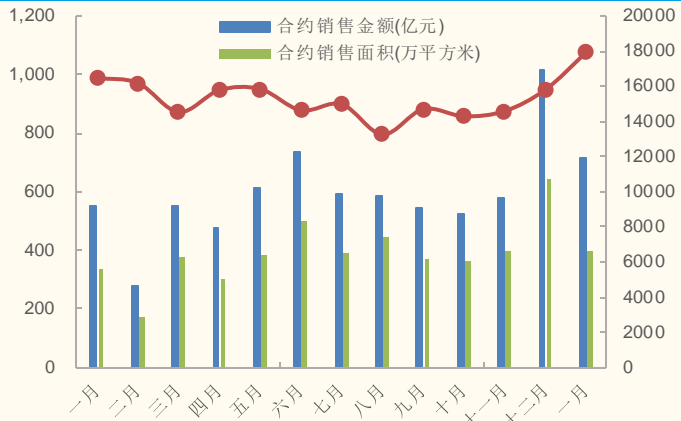
- 目前, 行业结算利润率下行已充分体现在股价中, 估值处于历史低位。预计 2021 年行业销售利润率将企稳回升, 基本面改善。三条红线下, 万科作为头部房企, 地位稳固, 仍可兼顾规模增长, 具备溢价性。同时考虑到公司 2021 年较高的经营目标, 以及非开发业务隐含价值将逐渐显性化的预期, 我们认为 2021 年将会有不错的股价表现。我们小幅下调 2020-2022 年 EPS 预测至 3.60 元、3.96 元和 4.35 元, 增速分别为 7.5%、10.0%、9.9%, 重申“买入”评级, 维持 37.08 元目标价。

风险提示

- 房价上涨弱于预期; 地价上涨快于预期; 万科拿地强度低于预期。

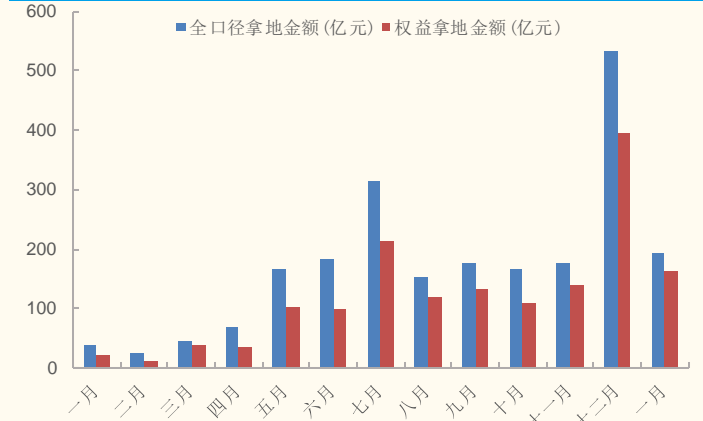
附录 1:

图表 1: 2020 年及 2021 年 1 月销售情况



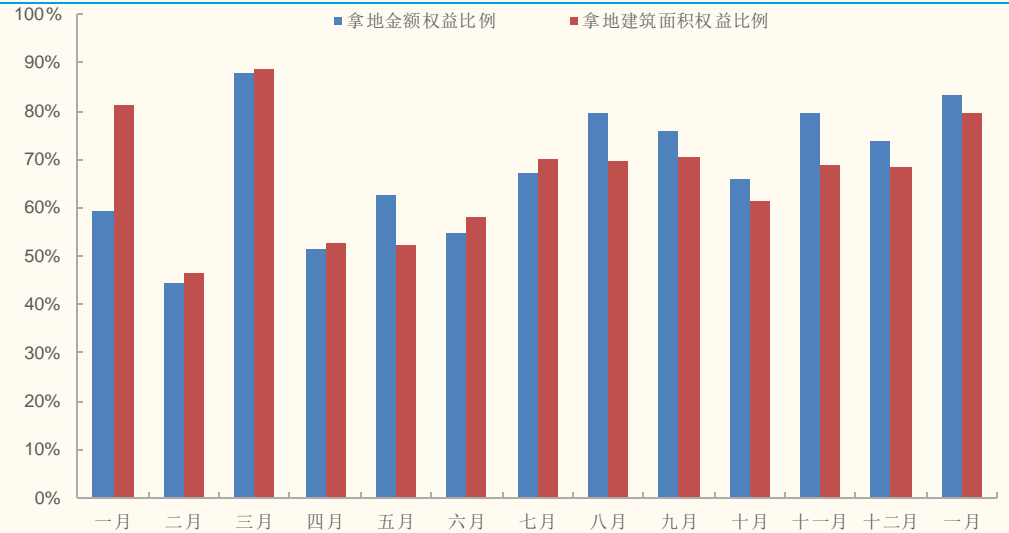
来源: wind, 公告, 国金证券研究所

图表 2: 2020 年及 2021 年 1 月万科拿地情况



来源: wind, 公告, 国金证券研究所

图表 3: 2020 年及 2021 年 1 月拿地权益比例情况



来源: wind, 公告, 国金证券研究所

附录 2：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	242,897	297,679	367,894	414,201	458,942	507,423	货币资金	174,121	188,417	166,195	160,383	207,792	225,327
增长率		22.6%	23.6%	12.6%	10.8%	10.6%	应收款项	164,682	245,913	237,482	268,720	294,769	322,648
主营业务成本	-160,080	-186,104	-234,550	-288,074	-332,474	-367,769	存货	598,088	750,303	897,019	1,058,348	1,125,204	1,237,624
%销售收入	65.9%	62.5%	63.8%	69.5%	72.4%	72.5%	其他流动资产	80,662	110,439	138,294	158,856	161,757	171,410
毛利	82,817	111,575	133,344	126,127	126,468	139,653	流动资产	1,017,553	1,295,072	1,438,989	1,646,307	1,789,522	1,957,009
%销售收入	34.1%	37.5%	36.2%	30.5%	27.6%	27.5%	%总资产	87.3%	84.7%	83.2%	82.0%	80.6%	79.3%
营业税金及附加	-19,722	-23,176	-32,905	-23,378	-17,588	-19,415	长期投资	111,376	186,272	206,964	270,290	332,357	402,309
%销售收入	8.1%	7.8%	8.9%	5.6%	3.8%	3.8%	固定资产	8,121	13,447	16,580	16,539	16,623	16,844
销售费用	-6,262	-7,868	-9,044	-9,899	-10,969	-12,127	%总资产	0.7%	0.9%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%
%销售收入	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	无形资产	3,710	10,214	12,726	16,854	20,055	23,317
管理费用	-8,866	-10,341	-11,018	-12,716	-14,090	-15,578	非流动资产	147,794	233,508	290,940	360,567	430,102	509,359
%销售收入	3.6%	3.5%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%	%总资产	12.7%	15.3%	16.8%	18.0%	19.4%	20.7%
研发费用	0	-946	-1,067	-1,243	-1,377	-1,522	资产总计	1,165,347	1,528,579	1,729,929	2,006,874	2,219,624	2,466,368
%销售收入	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	短期借款	62,273	79,194	96,011	119,855	127,927	136,450
息税前利润 (EBIT)	47,967	69,244	79,309	78,891	82,445	91,011	应付款项	768,357	457,283	519,691	621,629	705,418	784,201
%销售收入	19.7%	23.3%	21.6%	19.0%	18.0%	17.9%	其他流动负债	16,725	585,437	656,907	682,372	714,890	754,623
财务费用	-2,075	-5,999	-5,736	-5,356	-6,785	-7,613	流动负债	847,355	1,121,914	1,272,610	1,423,855	1,548,236	1,675,274
%销售收入	0.9%	2.0%	1.6%	1.3%	1.5%	1.5%	长期贷款	96,029	120,929	114,320	155,452	170,715	202,210
资产减值损失	-1,319	-2,354	-1,649	-3,185	-201	-338	其他长期负债	35,289	50,116	72,420	90,655	97,401	111,203
公允价值变动收益	0	87	-69	0	0	0	负债	978,673	1,292,959	1,459,350	1,669,962	1,816,352	1,988,687
投资收益	6,245	6,788	4,984	10,130	11,466	14,065	普通股股东权益	132,675	155,764	188,058	237,881	286,077	340,516
%税前利润	12.2%	10.1%	6.5%	12.5%	13.1%	14.4%	其中：股本	11,039	11,039	11,302	11,618	11,618	11,618
营业利润	50,813	67,499	76,613	80,480	86,925	97,124	未分配利润	77,172	91,725	95,352	124,604	156,786	192,169
营业利润率	20.9%	22.7%	20.8%	19.4%	18.9%	19.1%	少数股东权益	53,999	79,857	82,521	99,031	117,195	137,165
营业外收支	329	-38	-74	456	505	558	负债股东权益合计	1,165,347	1,528,579	1,729,929	2,006,874	2,219,624	2,466,368
税前利润	51,142	67,460	76,539	80,936	87,430	97,682	比率分析						
利润率	21.1%	22.7%	20.8%	19.5%	19.1%	19.3%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-13,934	-18,188	-21,408	-22,637	-23,291	-27,165	每股指标						
所得税率	27.2%	27.0%	28.0%	28.0%	26.6%	27.8%	每股收益	2.541	3.059	3.439	3.597	3.957	4.351
净利润	37,208	49,272	55,132	58,298	64,139	70,517	每股净资产	12.019	14.110	16.639	20.476	24.624	29.310
少数股东损益	9,157	15,500	16,260	16,510	18,164	19,970	每股经营现金净流	7.513	3.107	3.963	-2.571	7.057	2.962
归属于母公司的净利润	28,052	33,773	38,872	41,788	45,975	50,547	每股股利	1.281	1.570	1.861	1.079	1.187	1.305
净利率	11.5%	11.3%	10.6%	10.1%	10.0%	10.0%	回报率						
							净资产收益率	21.14%	21.68%	20.67%	17.57%	16.07%	14.84%
							总资产收益率	2.41%	2.21%	2.25%	2.08%	2.07%	2.05%
							投入资本收益率	9.24%	10.46%	10.76%	8.36%	7.79%	7.26%
							增长率						
							主营业务收入增长率	1.01%	22.55%	23.59%	12.59%	10.80%	10.56%
							EBIT 增长率	30.36%	44.36%	14.54%	-0.53%	4.51%	10.39%
							净利润增长率	33.44%	20.39%	15.10%	7.50%	10.02%	9.94%
							总资产增长率	40.29%	31.17%	13.17%	16.01%	10.60%	11.12%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	2.6	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
							存货周转天数	1,214.7	1,322.3	1,281.8	1,345.0	1,239.0	1,232.0
							应付账款周转天数	355.1	392.6	384.6	399.9	387.9	391.8
							固定资产周转天数	10.7	14.1	12.3	10.0	8.3	6.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	8.83%	19.90%	30.20%	50.57%	37.92%	39.58%
							EBIT 利息保障倍数	23.1	11.5	13.8	14.7	12.2	12.0
							资产负债率	83.98%	84.59%	84.36%	83.21%	81.83%	80.63%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	34	65	98	205
增持	2	5	8	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.13	1.11	1.11	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

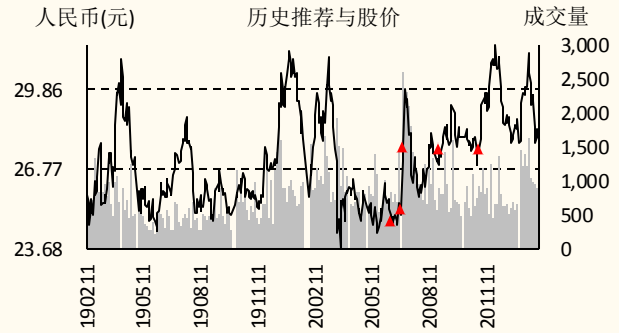
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-06-12	买入	25.90	33.38~33.38
2	2020-06-30	买入	25.92	37.08~37.08
3	2020-07-03	买入	28.39	37.08~37.08
4	2020-08-28	买入	26.95	37.08~37.08
5	2020-10-30	买入	27.38	37.08~37.08

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402